华侨银行全球资金研究

全球外汇周报

9 April 2021

谢栋铭
Xied@ocbc.com

吴端正
terencewu@ocbc.com

李若凡
Carierli@ocbcwh.com

王灏庭
Herberthtwong@ocbcwh.com

本周随笔：疫苗接种对外汇市场影响或许越来越明显

本周最新出炉的国际货币基金组织全球经济展望上调了今年全球经济增长预期，由 1 月预测的 5.5%上调至 6.%。基金组织在 3 个月不到的时间内大幅上调全球增长预期一个主要原因就是强劲的美国经济。基金组织将今年对美国经济增长预期大幅上调 1.3%至 6.4%。上调的原因包括美国的 1.9 万亿财政刺激、美国疫苗接种速度快于预期以及经济对疫情适应能力强。

不过，基金组织也警告全球复苏正在出现危险的分歧。譬如基金组织对包括德国、法国和日本在内的其他发达国家的增长预期并没有显著调整。而本周德国央行行长也表示由于德国封城措施比预期更为严格，德国经济增长可能会低于央行之前的预期。

美欧这种增长预期差扩大也正是近期美元大幅反弹的主要驱动力。不过本周，虽然这种预期差进一步得到基金组织确认。但是欧元对美元却出现显著反弹，收复了部分失地。本周欧元反弹的一个导火索是市场对欧洲疫苗推广加速的预期。导致欧盟疫苗推广远远落后于英国和美国的原因是疫苗到货速度较慢，尤其是医药巨头阿斯利康不断调整产量预期，原本计划于 3 月底为欧盟提供 3000 万剂疫苗，实际投放仅达到 1700 万剂疫苗。不过随着欧盟境内疫苗工厂数量提高，欧盟二季度疫苗投放有望快速增长。欧盟计划在二季度投放 3.6 亿剂疫苗，帮助欧盟实现三季度完成 70%居民接种。

说到底导致美欧增长预期差别扩大的主要原因就是疫苗推广速度的区别。现在数据来看，疫苗推广越快的国家有望越快开放经济活动，并回归常态。因此，对于外汇市场来说，进入二季度疫苗推广速度可能将成为交易员参考的重要因素之一。不过，随着供给的瓶颈渐渐被解决。接下来市场的焦点或许将更多集中在接种疫苗意愿上。

从目前民调结果来看，欧盟居民接种意愿似乎要比英国和美国居民接种意愿低。譬如，法国和西班牙等国的接种意愿分别是 61%和 54%，远低于英国超过 80%的接种意愿。如果未来欧洲接种意愿无法提高的话，那欧元或许依然会面临压力。

全球外汇周报

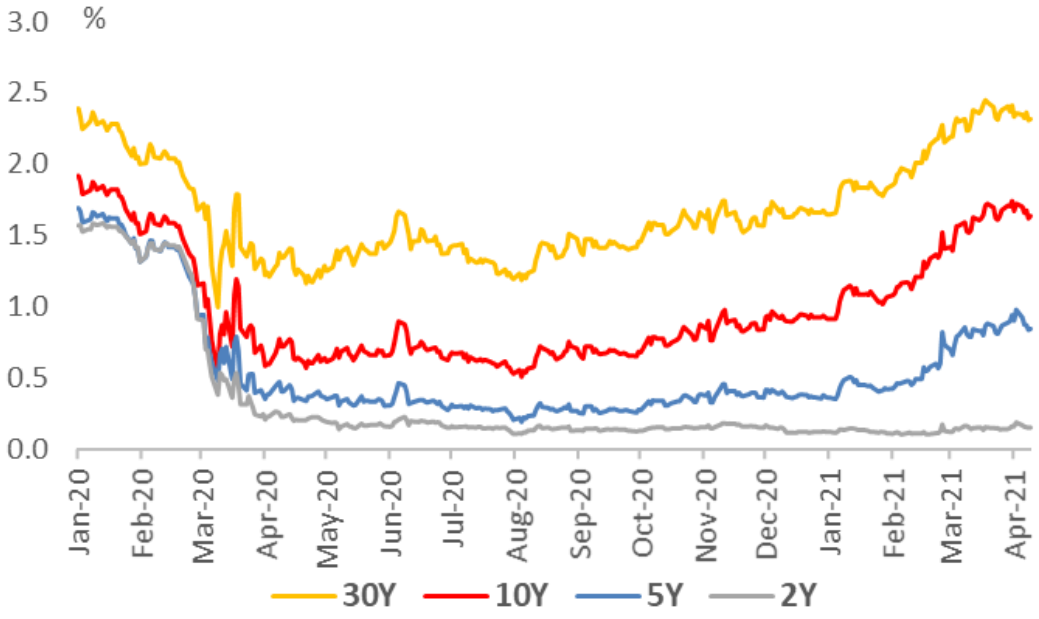
9 April 2021

外汇市场 本周回顾

长假期过去，美元指数不但没有进一步上涨，而且跌至逾两周低位。美元转弱背后的原因主要有两个。**第一，市场对经济前景的乐观预期，以及美联储的鸽派取态，提振风险偏好。**具体而言，美国近日公布的一系列经济数据包括 3 月非农就业报告及 3 月 ISM 非制造业指数表现超乎预期。另外，IMF 在短时间内两度上调全球经济增长预期，其中美国和中国的 GDP 增长预测被明显调高。再者，FOMC 会议纪要指出美联储官员们认为朝着两大目标取得重大进展，可能还需要一段时间。因此，即使经济前景趋向乐观及通胀率可能上升，美联储仍将维持买债规模及利率不变。周四美联储主席鲍威尔再度释放鸽派讯号，表示经济复苏仍不完整，缩减 QE 要先有实际经济进展，并淡化通胀风险。**第二，美债收益率进一步回落**，主因是市场的通胀预期似乎已经见顶（TIPS 盈亏平衡通胀率持续在高位整固）、近日没有长债拍卖，以及美联储加息的预期降温（美国上周首次申领失业救济金人数意外连升两周）。展望未来，市场情绪和美债收益率的走向将继续主导美元的波动。市场情绪方面，若全球疫苗接种情况理想（欧盟委员会表示疫苗推广达到关键目标的时间可能早于预期），并支持防疫措施逐步解除，风险偏好可能持续上升，从而利淡美元。美债收益率方面，重点关注下周美国财政部的长债拍卖情况，因这可能是短期内主导美债收益率走势的主要因素。不过，单凭供应因素，料难扭转 10 年期美债收益率在 1.5%-1.75%区间内波动的短期走势。这意味着利率因素难进一步推升美元。尽管如此，在经济和利率相对优势明显减弱之前，美元指数可能维持在 91 上方。其他方面，OPEC+意外决定于 5 月开始逐步增产，同时沙特亦将逐渐结束自愿减产计划。另外，本周伊朗与多国进行谈判，以求重启核协议。若核协议顺利达成，伊朗或恢复原油出口，从而进一步增添供应压力。需求方面，欧洲和印尼疫情严峻，令市场担忧原油需求未能大幅反弹。不过，值得留意的是，美国能源署进一步下调今年美国原油日产量的预期。同时，在美国总统拜登致力于保证全国成年人在 4 月 19 日前有资格接种疫苗的情况下，5 月重启境内旅游活动的机会可能增大，从而支持原油需求大幅反弹。上周美国原油库存连跌第二个星期。总括而言，接下来原油供应的增长未必追得上需求的复苏步伐。因此，油价仍可能反复上升。在此情况下，加元及其他商品货币的后市表现或仍向好。

本周市場焦點

美债收益率从高位回落，其中 5 年期美债收益率跌幅较为显著，反映市场对美联储加息预期降温



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

9 April 2021

现行策略

总结：3 月 12 日开始执行的“买美元/沽日元”短线策略触及新设定的止损价 109.76，整个策略的回报率达到 1.10%。另外，由于目前汇市缺乏明确方向，以及欧元暂时表现较为稳健，3 月 18 日开始执行的“沽欧元/买美元”短线策略，于 1.1871 提早获利离场，回报率达到 0.85%。

No.	建议执行日期	建议策略	建议买入价	建议目标价	建议止损价	汇市分析	回报表现 (%)
短线策略							
1	2021 年 3 月 11 日	沽欧元/买离岸人民币	7.7510	7.6093	7.8262	尽管美元兑人民币汇率横行整固；但人民币对一篮子货币仍然稳健	-0.26
长线策略							
1	2021 年 3 月 11 日	沽欧元/买加元	1.5043	1.4513	1.5306	与欧洲央行相比，加拿大央行更接近于减小货币刺激力度	+0.54

全球外汇周报

9 April 2021

美元	美元指数跌至逾两周低位，背后原因主要由两个。**第一，市场对经济前景的乐观预期，以及美联储的鸽派取态，提振风险偏好。**具体而言，美国近日公布的一系列经济数据包括 3 月非农就业报告及 3 月 ISM 非制造业指数表现超乎预期。另外，IMF 在短时间内两度上调全球经济增长预期，其中美国和中国的 GDP 增长预测被明显调高。再者，FOMC 会议纪要指出美联储官员们认为朝着两大目标取得重大进展，可能还需要一段时间。因此，即使经济前景趋向乐观及通胀率可能上升，美联储仍将维持买债规模及利率不变。周四美联储主席鲍威尔再度释放鸽派讯号，表示经济复苏仍不完整，缩减 QE 要先有实际经济进展，并淡化通胀风险。**第二，美债收益率进一步回落**，主因是市场的通胀预期似乎已经见顶（TIPS 盈亏平衡通胀率持续在高位整固）、近日没有长债拍卖，以及美联储加息的预期降温（美国上周首次申领失业救济金人数意外连升两周）。展望未来，市场情绪和美债收益率的走向将继续主导美元的波动。市场情绪方面，若全球疫苗接种情况理想，并支持防疫措施逐步解除，风险偏好可能持续上升，从而利淡美元。美债收益率方面，重点关注下周美国财政部的长债拍卖情况，因这可能是短期内主导美债收益率走势的主要因素。不过，单凭供应因素，料难扭转 10 年期美债收益率在 1.5%-1.75%区间内波动的短期走势。这意味着利率因素难进一步推升美元。尽管如此，在经济和利率相对优势明显减弱之前，美元指数可能维持在 91 上方。
欧元	欧元兑美元反弹。首先，美元回落。其次，欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数上升至疫情爆发之前（2018 年 8 月以来）的高位。第三，欧元区宣布加快 4、5 月疫苗接种，且欧盟委员会表示疫苗推广达到关键目标的时间可能早于预期。第四，欧洲央行管理委员会委员称欧元区经济有望于下半年强劲复苏，这或令欧洲央行能够在第三季度开始逐步推出 PEPP。欧洲央行 3 月会议纪要亦指出在本季度增加购债之后，如果条件允许，将准备减少买债规模。不过，欧洲疫情严峻且多国延长封锁措施，意味着欧元区经济将继续落后于美国和英国。本周，法国亦将经济增长预测由 6%下修至 5%。总括而言，在欧洲经济明显复苏及欧洲央行鸽派倾向减弱之前，欧美之间的利率和经济分歧，可能限制欧元升幅。
英镑	英镑逆市对美元走弱，并失守 1.3800 的水平。首先，英镑在第一季表现较强之后出现了获利回吐迹象。消息指对冲基金调整沽欧元买英镑的仓位。其次，虽然英国将于下周一重新开放餐厅、酒吧和商店，但跨境旅游未必能够如期在 5 月 17 日重启。更值得注意的是，阿斯利康疫苗的供应问题，令英国疫苗接种进度减慢。市场因此开始质疑英国政府能否如期重启经济。第三，市场忧虑苏格兰 5 月 6 日进行的选举将增强当地支持独立的势力，从而为英国埋下政治隐患。不过，鉴于英国目前的疫苗接种率仍遥遥领先，以及政府仍继续放宽防疫措施，英镑跌幅或有限。至于英镑会否反弹，则取决于当地疫苗推广及封锁解除进度。
日元	随着美国国债收益率上升动力减弱，美日息差为日元带来的压力暂时缓和，伴随着美元/日元跌回 109.5 下方。另外，近期日本疫情出现恶化的迹象，首相表示将考虑加强对更多地区包括东京的防疫措施。这亦推升避险日元的需求。然而，日本 Jibun 银行服务业 PMI 连续第十四个月低于 50。另外，日本 2 月家庭消费连跌第三个月，按年下跌 6.6%，同月家庭收入亦连跌第 11 个月，按年跌 0.2%。由于疫情渐趋严峻，以及疫苗推广较为缓慢（将于 5 月加快），短时间内日本经济复苏或持续落后于其他主要经济体。美国和日本之间的经济和利率分歧，可能限制日元的上升空间。
加元	尽管美元和美债收益率回落，惟本周加元走势仍偏弱。这背后的原因主要由三个。第一，供应增加及需求疲弱的担忧，令油价回落。具体而言，供应方面，上周 OPEC+意外决定 5 月开始逐渐增产，而沙特亦将逐渐结束自愿减产计划。另外，美国正准备取消对伊朗的制裁，意味着伊朗可能恢复原油出口。需求方面，欧洲等地区的疫情严峻，增添市场对油需的担忧。第二，加拿大正面临第三波疫情（人口最多的安大略省实施有限度的封锁）。第三，鉴于楼市过热，加拿大银行业监管机构正试图收紧住宅按揭审批规定。这可能减弱经济增长动能。不过，中期而言，由于加央行立场可能较其他主要央行鹰派，以及美国经济复苏对原油需求带来的支持（美国上周原油库存连跌第二个星期）可能超过供应的增长，我们仍然看好加元的表现。

全球外汇周报

9 April 2021

澳元	澳元/美元稍微反弹。第一，美元指数和 10 年期美债收益率由高位回落。第二，澳洲国债收益率趋稳，减轻澳储行加大买债规模的压力，从而限制澳元跌幅。第三，美联储维持宽松政策的承诺，提振风险偏好。其他方面，周二澳储行如期维持利率不变，并重申 2024 年之前不会加息。虽然该央行承认经济正在复苏，且好于预期，但行长 Lowe 明确指出要想达成通胀目标，薪资增长必须远高于当前水平，这意味着将需要大量就业机会。因此，尽管行长称将关注房贷趋势，惟澳洲更可能使用宏观审慎政策而非加息来调控楼市。展望未来，澳洲就业数据将成为关注焦点。由于澳储行取态仍偏鸽派，澳元的短期升幅可能有限。
纽元	纽元兑美元变化不大。纽西兰 4 月 ANZ 商业信心指数持续处于负值区间，报-8.4，反映当地经济仍不明朗。从好的方面来看，纽西兰将于 4 月 19 日开放与澳大利亚的旅行通道。然而，在边境进一步开放之前，纽西兰经济或仍难明显复苏，尤其是在政府实施楼市调控政策的情况下。而在经济明显复苏之前，纽储行可能维持鸽派立场。因此，纽元短期升幅料有限。
人民币	人民币随着大势对美元反弹，惟表现逊于一篮子货币，伴随着人民币指数回落至 96.5 下方。回顾早前美元全面上升时期，人民币对美元有所回落，但表现优于一篮子货币，伴随着人民币指数一度突破97。总括而言，近期人民币指数的走势与美元指数相近。这可能是因为两只货币背后的支持因素相若，即利率和经济方面的相对优势。实际上，3 月外资两年来首次减持中国国债。由于 10 月富时罗素指数纳入中国国债所需的时间长达 36 个月，资金流入中国债市的步伐可能放慢，对人民币的支持亦可能减弱。因此，短期内美元转弱的同时，人民币表现亦可能继续逊色于一篮子货币。不过，除非中国和美国以外的主要经济体明显复苏，否则美元/人民币可能维持在 6.45-6.6 区间内波动，而人民币指数亦可能继续在 96-97 区间内徘徊。
港元	尽管美元大范围转弱，惟美元/港元进一步升穿 7.7800，创 2020 年 3 月以来新高，因市场对中国央行可能为了减慢信贷增速而收紧政策的担忧，推升港股波动性。不过，随着市场对美联储加息的预期降温，加上 10 年期美债收益率回落，港股收复部分失地。这加上美元回落，支持港汇轻微反弹。展望未来，港股市场可能在短期内维持较大的波动性，从而继续削减投资者对 IPO 的热情，以及限制北水净流入的规模。在股票和贷款相关的港元需求低迷，以及没有季节性因素提振港元需求的情况下，港汇可能偏软。美元/港元料在 7.77-7.79 区间内波动，惟突破 7.80 的机会不大，因目前全球流动性保持充裕（资金大幅外流机会不大）、港美息差较窄（套息诱因不足）、企业在港上市热情仍较高（本周携程如期开始招股），以及 6-8 月上市企业将集中派息。

全球外汇周报

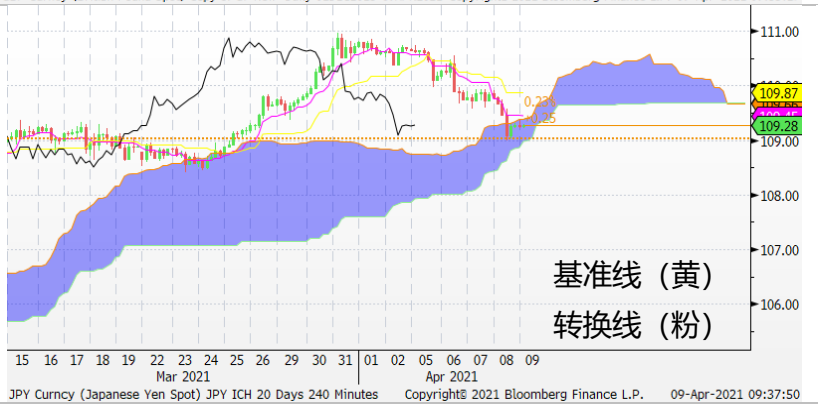
9 April 2021

图 1：美元指数-日线图：美股在高位整固（风险偏好稍微上升），同时美国长债收益率回落至两周低，致美元指数回落至 200 天移动平均线（绿，92.4 附近）的下方。由于能量柱转向空方，美元指数下一个重要支持位为 91.30/40。

图 2：欧元/美元–日线图：欧元/美元在 200 天移动平均线（绿）1.1890 附近好淡争持，暂时方向仍未清晰。鉴于多方力量增强，若欧元/美元能够站稳在 1.1900 上方，将可能上试 55 天移动平均线（1.1985）的水平。不过，我们对该货币对子的后市表现维持中性的看法。

图 3：英镑/美元指数-日线图：周一英镑/美元突破 55 天移动平均线（1.3841）水平后大幅回落。在更清晰方向出现之前（目前能量柱在零轴附近），我们对英镑维持中立观点。短期内，英镑/美元支持位为 1.3670 / 00。

图 4：美元/日元–日线图：由于美国长债收益率进一步下跌，美元/日元跌穿109.5的水平，并跌至云层中间。鉴于先行带呈现横行的走势，短期内，美元/日元可能在 109.00 找到较强的支持。若跌穿109.00，则可能进一步下探108.30/40。



全球外汇周报

9 April 2021

图5：美元/加元-日线图：美元兑加元过去一周大幅回升至近期高位 1.2620/40 水平附近。由于能量柱在零轴附近，美元/加元进一步上升的风险或有限，55 天移动平均线（1.2638）将会是短期阻力。

图 6：澳元/美元-日线图：澳元/美元企稳 0.76 水平上方。由于多方与空方力量交替，该对子走势可能需要进一步突破 0.7660，才有更清晰的方向。

图 7：纽元/美元-日线图：纽元/美元从低位反弹，惟仍处于 100 天移动平均线（黑）0.7144 水平下方。尽管能量柱位于多方，惟一旦100天移动平均线升穿50天移动平均线（0.7167），纽元可能维持疲软的走势。

全球外汇周报

9 April 2021

图 1：主要经济体 10 年期国债收益率高位整固

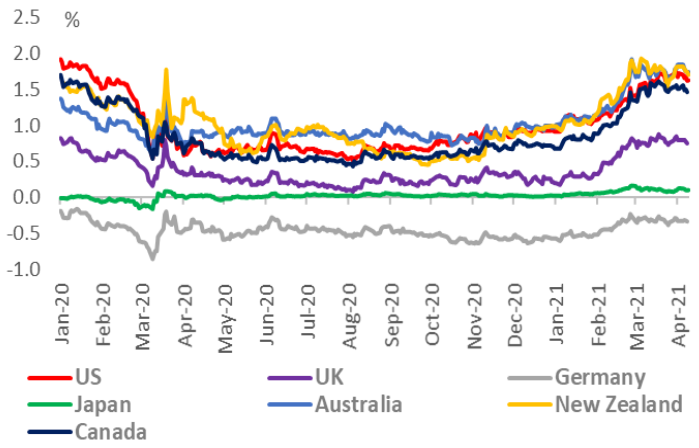


图 2：全球负利率债券存量保持不变

图 3：三大央行资产负债表继续扩大，日本央行的跌幅主要源于估值效应

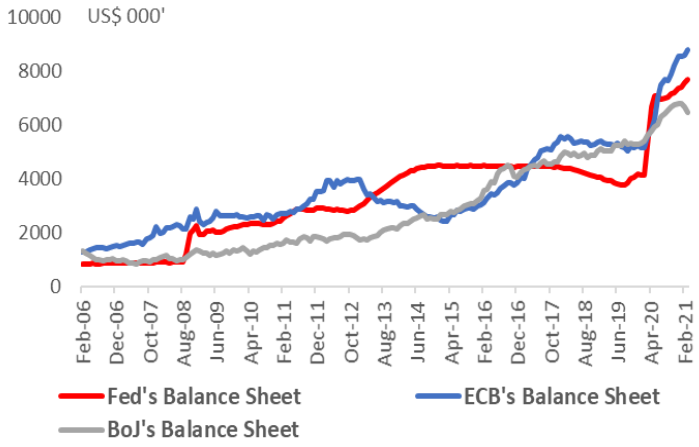


图 4：主要经济体制造业 PMI 上升

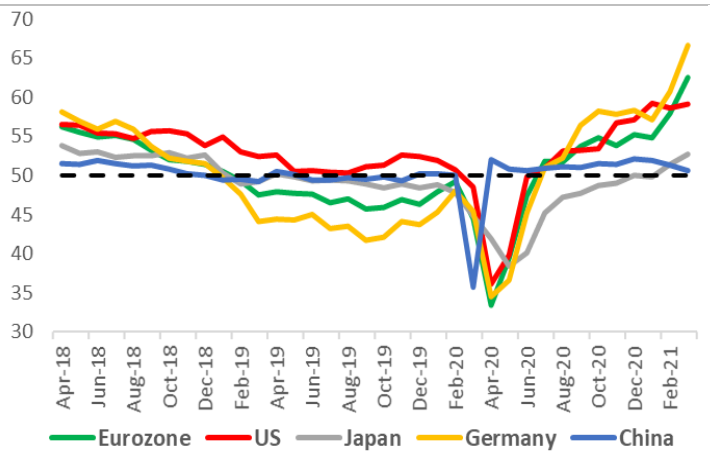
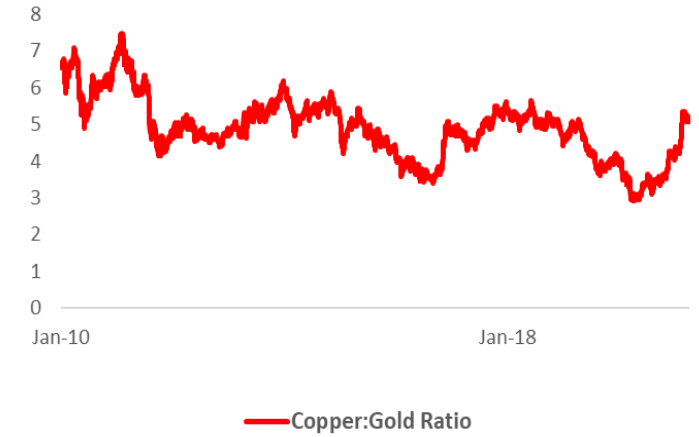


图 5：商品价格大幅上升后，升势放缓

图 6：铜/金比率与 10 年期美债收益率同步见顶回落



数据来源：彭博，华侨银行

全球外汇周报

9 April 2021

图 7：美国收益率曲线陡峭化反映美国经济前景改善

图 8：美国短期和长期通胀预期出现见顶的迹象

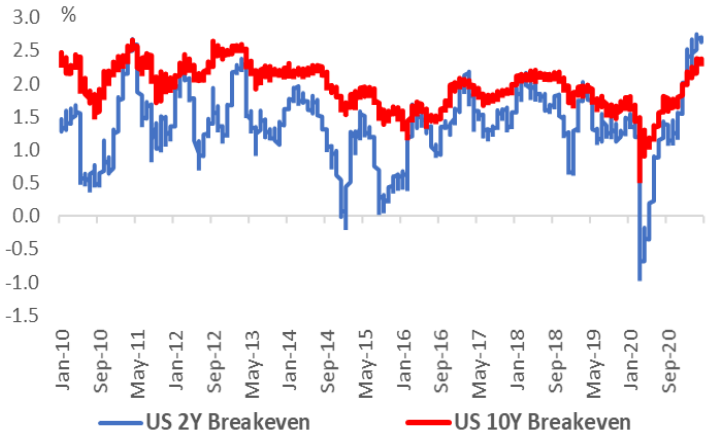


图 9：中美 10 年期国债收益率逐步收窄

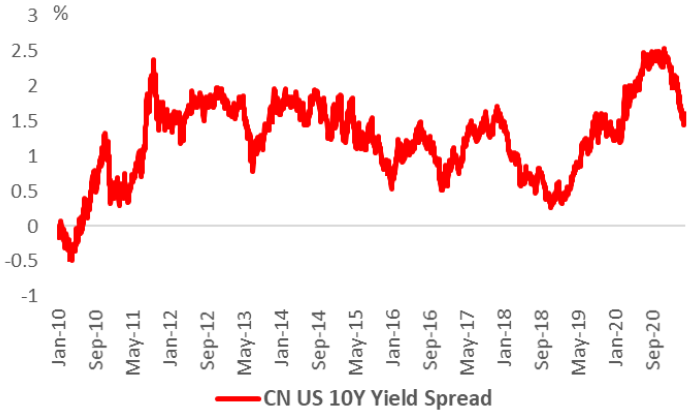


图 10：美日 10 年期国债收益率差距扩大

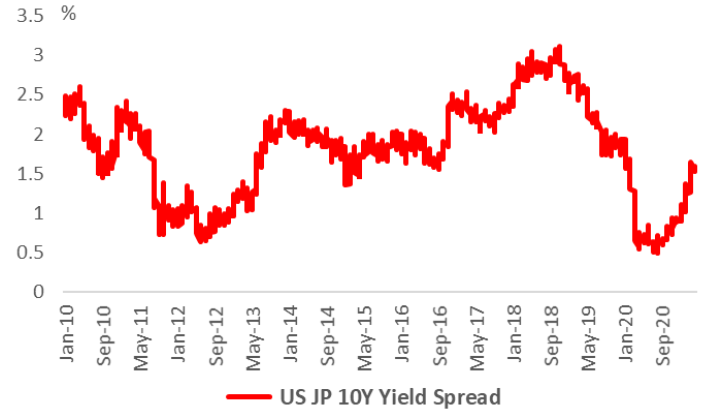


图 11：美国实际收益率暂时整固

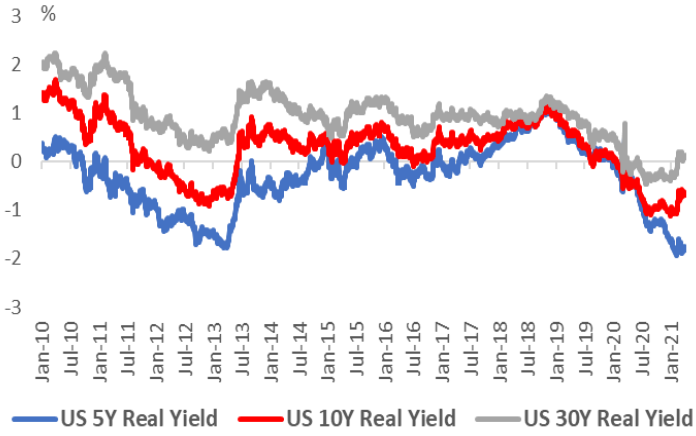
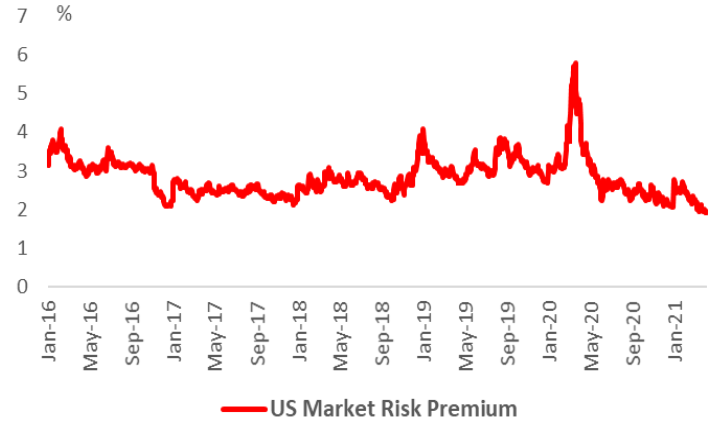


图 12：美国股市风险溢价再度回落



数据来源：彭博，华侨银行

Treasury Research & Strategy

Macro Research

Selena Ling
Head of Strategy & Research
LingSSSelena@ocbc.com

Tommy Xie Dongming
Head of Greater China Research
XieD@ocbc.com

Wellian Wiranto
Malaysia & Indonesia
WellianWiranto@ocbc.com

Howie Lee
Thailand, Korea & Commodities
HowieLee@ocbc.com

Carie Li
Hong Kong & Macau
carierli@ocbcwh.com

Herbert Wong
Hong Kong & Macau
herberthtwong@ocbcwh.com

FX/Rates Strategy

Frances Cheung
Rates Strategist
FrancesCheung@ocbc.com

Terence Wu
FX Strategist
TerenceWu@ocbc.com

Credit Research

Andrew Wong
Credit Research Analyst
WongVKAM@ocbc.com

Ezien Hoo
Credit Research Analyst
EzienHoo@ocbc.com

Wong Hong Wei
Credit Research Analyst
WongHongWei@ocbc.com

Seow Zhi Qi
Credit Research Analyst
ZhiQiSeow@ocbc.com

全球外汇周报

9 April 2021

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC Bank, its related companies, their respective directors and/or employees (collectively "Related Persons") may or might have in the future interests in the investment products or the issuers mentioned herein. Such interests include effecting transactions in such investment products, and providing broking, investment banking and other financial services to such issuers. OCBC Bank and its Related Persons may also be related to, and receive fees from, providers of such investment products.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

免责声明

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产

品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。

Co.Reg.no.:193200032W